



UnB – UNIVERSIDADE DE BRASÍLIA
FACE – FACULDADE DE ADMINISTRAÇÃO, ECONOMIA, CONTABILIDADE E
GESTÃO DE POLÍTICAS PÚBLICAS
CCA – DEPARTAMENTO DE CIÊNCIAS CONTÁBEIS E ATUARIAIS

JOÃO RICARDO OLIVEIRA DA VEIGA

O DESEMPENHO DAS EMPRESAS COM RENUMERAÇÃO VARIÁVEL
MEDIANTE CONCESSÃO DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES

Brasília

2019

Professora Doutora Márcia Abrahão Moura

Reitora da Universidade de Brasília

Professor Doutor Enrique Huelva

Vice-reitor da Universidade de Brasília

Professor Doutor Eduardo Tadeu Vieira

Diretor da Faculdade de Economia, Administração e Contabilidade

Professor Doutor César Augusto Tibúrcio Silva

Coordenador de Pós-Graduação do Curso de Ciências Contábeis

Professor Doutor Paulo César de Melo Mendes

Chefe do Departamento de Ciências Contábeis e Atuariais

Professora Doutora Danielle Montenegro Salamone Nunes

Coordenadora de Graduação do curso de Ciências Contábeis – Diurno

Professor Mestre Elivânio Geraldo de Andrade

Coordenador de Graduação do curso de Ciências Contábeis - Noturno

JOÃO RICARDO OLIVERA DA VEIGA

**O DESEMPENHO DAS EMPRESAS COM RENUMERAÇÃO VARIÁVEL
MEDIANTE CONCESSÃO DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES**

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuárias da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Linha de Pesquisa:

Contabilidade e Mercado Financeiro.

Professor Orientador:

Prof. Dr. Paulo César de Melo Mendes

BRASÍLIA

2019

JOÃO RICARDO OLIVERA DA VEIGA

**O DESEMPENHO DAS EMPRESAS COM RENUMERAÇÃO VARIÁVEL
MEDIANTE CONCESSÃO DE OPÇÕES DE COMPRA DE AÇÕES**

Trabalho de conclusão de curso
apresentado ao Departamento de Ciências
Contábeis e Atuárias da Faculdade de
Economia, Administração, Contabilidade e
Gestão de Políticas Públicas da Universidade de
Brasília como requisito parcial à obtenção do
grau de Bacharel em Ciências Contábeis.

Aprovada em: ____/____/____

COMISSÃO EXAMINADORA

Prof. Dr. Paulo César de Melo Mendes

Universidade de Brasília

Prof^a Ma. Lorena de Almeida Campos

Universidade de Brasília

Brasília, 01 de junho de 2019

AGRADECIMENTOS

Ao Prof. Dr. Paulo César De Melo Mendes, orientador, por toda a ajuda necessária.

A minha esposa, pela confiança e motivação.

A Universidade de Brasília por proporcionar minha segunda formação acadêmica

VEIGA, João Ricardo Oliveira da

Título: O desempenho das empresas com renumeração variável por meio da concessão da opção de compra de ações

Trabalho de conclusão de curso apresentado ao Departamento de Ciências Contábeis e Atuarias da Faculdade de Economia, Administração, Contabilidade e Gestão de Políticas Públicas da Universidade de Brasília como requisito parcial à obtenção do grau de Bacharel em Ciências Contábeis

.1. Renuneração variável. 2. Opções por compra de ações 3.Desempenho financeiro

VEIGA, João R. Oliveira. **O Desempenho das empresas com renumeração variável mediante concessão de opções de compra de ações.** Trabalho de Conclusão de Curso. Curso de Bacharelado em Ciências Contábeis. Faculdade de Administração, Economia e Ciências Contábeis. Universidade de Brasília. 2019

RESUMO

Com aumento da competitividade dos mercados, concessão de opções de compra de ações aos gestores constituem um dos principais programas de incentivo no processo de renumeração estratégica e variável através da participação acionária, que permitem os mesmos comprar ações da empresa, atrelando ganhos futuros à valorização das ações no longo prazo. O objetivo desse trabalho é identificar se existe, por meio de uma pesquisa exploratória, melhora no desempenho econômico financeiro das empresas que utilizam tal renumeração em comparação com as que não possuem, caracterizando-se, a pesquisa, como documental quanto aos procedimentos técnicos e quantitativa quanto a abordagem do problema. Foram apresentadas as previsões legais, os conceitos e discutiu-se os chamados problemas de agência no sistema de renumeração acionária, em seguida, foram apresentados os indicadores utilizados para analisar o desempenho (EBITDA e LPA), foram selecionadas as 100 maiores empresas em valor de mercado listadas na B3, sendo que 73 têm algum tipo de programa de renumeração por opções de compra de ações e 27 não, de acordo com os critérios estabelecidos. Ao final do estudo, conclui-se que da análise dos resultados obtidos, não foi possível identificar uma melhor performance no desempenho pelas empresas que têm opções de compra de ações em comparação com as empresas que não adotaram nos anos selecionados na pesquisa.

Palavras-chave: renumeração variável, opções por compra de ações, stock option, desempenho financeiro.

SUMÁRIO

RESUMO.....	07
LISTA DE QUADROS, TABELAS E FIGURAS.....	09
LISTA DE ABREVIACÕES.....	10
1 INTRODUÇÃO.....	11
1.1 Apresentação.....	01
2 REFERENCIAL TEÓRICO.....	14
2.1 Previsão Legal.....	14
2.2 Conceitos.....	15
2.3 Conflitos de agência.....	16
2.4 Tipos de Benefícios.....	17
2.5 Estudos Correlatos.....	20
3 METODOLOGIA.....	21
3.1 Caracterização do Estudo.....	21
3.2 População e Amostra.....	21
3.3 Indicadores Econômicos.....	22
4 ANÁLISE DOS RESULTADOS.....	27
5 CONSIDERAÇÕES FINAIS.....	29
BIBLIOGRAFIA.....	30

LISTA DE QUADROS, TABELAS E FIGURAS

QUADRO 1 – Estudos correlatos

TABELA 1: Dados coletados das empresas sem renumeração por opções de compra de ações

TABELA 2: Dados coletados das empresas com renumeração por opções de compra de ações

TABELA 3- Amostra das empresas selecionadas na B3

TABELA 4 – Comparação de desempenho em relação à média de cada uma

TABELA 5 – Comparação de desempenho em relação à média geral de cada grupo

TABELA 6 – Comparação de desempenho em relação à mediana geral de cada grupo

LISTA DE ABREVIACÕES

EBITDA: *Earnings before interest, taxes, depreciation and amortization*. Em português, Lucros antes de juros, impostos, depreciação e amortização.

ESOP: *employee stock option*. Em português, opções por compra de ações.

LPA: lucro por ação

1. INTRODUÇÃO

1.1. Apresentação

Planos de Incentivo de Longo Prazo fazem parte dos pacotes de remuneração de muitas empresas. Eles são um tipo de remuneração variável que, ao contrário dos Incentivos de Curto Prazo, têm seu pagamento e período de avaliação ocorrendo em um período maior do que um ano, porque o perfil do mercado tem exigido mudanças por parte das organizações, com maior controle no resultado e constante avaliação de seu desempenho. Logo, os colaboradores passaram a ser avaliados com base nos resultados e, conseqüentemente, remunerados por um sistema estratégico, no qual se beneficiam diante do bom desempenho da organização (WOOD, PICARELLI, 2004).

As empresas utilizaram por um longo período o sistema de remuneração fixa, ou funcional, baseado nas atividades e responsabilidades de cada função. No entanto, o uso de opções de ações executivas, também conhecidos como *employee stock option* (ESOP) tem crescido consideravelmente ao longo das últimas décadas nos Estados Unidos (BROCKMAN, MARTIN, PUCKETT, 2010).

Presentes em âmbito nacional no sistema jurídico brasileiro há quase meio século (desde a edição Lei 4.728/65). “Contudo, apenas recentemente passaram a ser adotadas de forma mais abrangente pelas companhias abertas no contexto do crescimento econômico e dinamização do mercado de capitais brasileiro que se verificou na última década” (ARAGÃO; SOARES; 2010; p 58). Cada vez mais as empresas brasileiras têm implementado planos de incentivo de longo prazo (ILP) como parte da remuneração de seus principais executivos.

Esta tendência pode ser verificada por meio da análise de dados relativos ao mercado de capitais nacional. Como demonstrado no Anexo A ao trabalho, das 100 maiores empresas em valor de mercado, em 2 de maio de 2019 que compõem o B3, 72 (setenta e duas) relataram alguma modalidade de incentivo baseado em ações. É relevante notar ainda que, das 28 (vinte e oito) companhias que não adotam esta prática, 12 (doze) são controladas por entes estatais

O objetivo do pagamento por meio de ações é estabelecer um horizonte maior para os gestores da companhia, criando um alinhamento de interesses com os acionistas, e um mecanismo para retenção e motivação. Como resultado desse plano de remuneração, os colaboradores passam a incluir-se como parte da gestão da empresa, o que contribui para a motivação e para o evidente aumento de produção, o que gera maiores lucros para as organizações. Sua utilização resulta em produção extra, o que evidencia que os colaboradores

estão se conscientizando de que parte do resultado será revertida em remuneração (KRAUTER, 2006).

Além do mais, para minimizar conflitos entre os gestores e acionistas (conflitos de agência), mecanismos de governança corporativa são utilizados para alinhar os objetivos, de forma a fazer com que os gestores passem a agir em prol dos acionistas. Se os gestores perseguirem seus próprios interesses, poderão conduzir a um baixo desempenho da empresa (KIMURA, BASSO, WAKAMATSU, 2005).

De acordo com Braun (2013, p. 9), a teoria é simples, alinhar os interesses dos acionistas e administradores, reduzindo assim o conflito de agência, pois o executivo, ser humano racional que persegue o seu próprio bem-estar, prioriza os benefícios que ele, individualmente, experimentará a partir de suas decisões e os acionistas desejam que o administrador tome decisões que maximizem o valor da organização e, por consequência, dos seus sócios.

Além de alinhar os gestores e os acionistas, esses incentivos também são usados para atrair profissionais, as organizações tendem a utilizar-se de remuneração indireta para garantir a satisfação deles e mantê-los leais (NUNES, MARQUES, 2005; GALDI; CARVALHO, 2006), bem como buscar um alinhamento das atitudes e dos comportamentos dos funcionários com os objetivos da organização; mas é necessário que o sistema de remuneração esteja estruturado adequadamente (BROCKMAN, MARTIN, PUCKETT, 2010)

O problema é, conforme Silva et al. (2007, p. 113), com o aumento da utilização dos programas de remuneração variável de gestores mediante concessão de opções de compra de ações, houve a necessidade de revisar os pronunciamentos internacionais de contabilidade sobre o assunto, por força de debates públicos sobre a relação desses pacotes com fraudes contábeis ocorridas nos EUA, como o caso da empresa Enron, que teve seus balanços contábeis manipulados pela sua diretoria com objetivo de valorizar as ações e aumentar os ganhos dos executivos, o que tornou esse assunto relevante para as empresas, gestores, funcionários e inclusive para o público acadêmico. Esses fatos colocaram em prova o ESOP e os demais instrumentos de remuneração atrelada ao valor da ação, que passaram a ser vistos como causa de problemas relacionados a desvios de conduta de executivos com o intuito de maximizar resultados particulares. (LOPES, PEROBELLI, SILVEIRA, 2012)

Logo, os executivos podem apresentar melhoras na divulgação de informações da empresa no exercício em que pretendem liquidar suas ações com o objetivo de obter maior remuneração (KIMURA, BASO, 2009).

Além do mais, outra questão pouco explorada nos artigos pesquisados nos estudos correlatos, é a análise de custo relativo à renumeração por opções de compra de ações, se a ideia

é reduzir o conflito de agência e fazer que os gestores tomem medidas, que em teoria, não seriam da sua preferência (JENSEN e MECKLING), há de incorrer em gastos que podem ser significativos. Portanto não bastam objetivos genéricos de benefícios a companhia, é preciso confirmar o efeito positivo na prática da outorga das ações superam o custo incorrido.

Pode-se, também, acrescentar que, alguém pode pensar que está diante de verdadeira panaceia corporativa – erroneamente, ao que se pretende demonstrar. Recorrendo-se à definição semântica da palavra “incentivo”, tem-se que esta corresponde àquilo que incentiva, incita ou excita. Para Brawn (2013) não há correlação direta com situações benéficas e, portanto, o estímulo em questão pode ser indesejado.

Esta pesquisa não teve como objetivo esgotar o estudo sobre a utilização do plano de remuneração variável com base na compra de ações, como discutir estudos relacionados à teoria da agência e problemas informacionais, nem mesmo discutir todos os mecanismos propostos para atingir o alinhamento de interesses, assim, sem que se negue que as opções de compra de ações cumprem, em determinadas condições, papel importante na gestão empresarial.

O presente trabalho tem por objetivo responder à seguinte pergunta de pesquisa: É possível verificar se existe uma melhora no desempenho das empresas listadas na B3 que adotaram o sistema de remuneração por ações em comparação com as que não utilizam? Para analisar se houve influência na performance das empresas, foram utilizados os indicadores de EBITDA e LPA.

Toda discussão relacionada aos ESOP é necessária por se tratar de mecanismo para a conciliação entre gestores e acionistas e o consequente desempenho da empresa. Dessa forma, trata-se de investigação relevante para acadêmicos, organizações (acionistas, executivos e funcionários) e, também, órgãos reguladores, na medida em que pode esclarecer as condições de eficácia do uso de ESOP.

Além do que, a literatura sobre o tema é predominantemente internacional e apresenta resultados empíricos divergentes em relação ao efeito do ESOP no alinhamento de interesses entre acionista e administrador. A maior parte dos estudos foram feitos com base em dados dos Estados Unidos (LOPES, PEROBELLI E SILVEIRA, 2012), país cuja adoção de plano de opção de compra de ações é mais antiga e largamente difundida, de forma que os resultados refletem as características específicas desse mercado. Assim, torna-se necessário avaliar o efeito do ESOP em países que possuam estruturas de mercado diferentes das americanas, como é o caso do Brasil, que possui empresas com controlador definido e de origem muitas vezes familiar, limitando o controle a poucos acionistas e que só recentemente começou a adotar tais planos em um número significativo de empresas

2. REFERÊNCIAL TEÓRICO

A presente seção será dividida em quatro subseções principais, na primeira parte serão apresentadas as previsões legais, em seguida os conceitos, bem como os tipos de incentivos de longo prazo por meio do pagamento por ações e por fim serão apresentados os conflitos de agência nesse tipo de remuneração

2.1. Previsão Legal

Desde 1965, existe no ordenamento jurídico brasileiro, a opção pelo pagamento por ações, de acordo com a Lei 4.728/65, a qual, em seu artigo 48, estabelecia que “nas condições previstas no estatuto, ou aprovadas pela assembleia geral, a sociedade poderá assegurar opções para a subscrição futura de ações do capital autorizado”.

Com o advento da Lei 6.404/76, tal referência foi revista e ampliada, conforme consta no parágrafo terceiro do artigo 168 desta lei:

O estatuto pode prever que a companhia, dentro do limite de capital autorizado, e de acordo com plano aprovado pela assembleia-geral, outorgue opção de compra de ações a seus administradores ou empregados, ou a pessoas naturais que prestem serviços à companhia ou a sociedade sob seu controle.

Apesar de antiga a previsão legal desse tipo de incentivo somente com a convergência das normas contábeis brasileiras às normas internacionais, mediante a adoção dos CPCs, em 2008 foi aprovado o CPC 10, –Pagamento Baseado em Ações como o pronunciamento em que se definiu como devem ocorrer o reconhecimento, mensuração e divulgação deste tipo de benefício a empregados.

O CPC 10 (2008) tem como objetivo:

O objetivo do presente Pronunciamento é estabelecer procedimentos para reconhecimento e divulgação, nas demonstrações contábeis, das transações com pagamento baseado em ações realizadas pela entidade. Especificamente, exige-se que os efeitos das transações com pagamento baseado em ações estejam refletidos no resultado e no balanço patrimonial da entidade, incluindo despesas associadas com transações por meio das quais opções de ações são outorgadas a empregados.

2.2. Conceitos

O plano de pagamento por meio de ações diferencia-se das demais formas de incentivo aos empregados, pois está diretamente relacionada com o desempenho da companhia no mercado financeiro. Lembrar que a remuneração variável é o principal mecanismo para vincular remuneração a desempenho, e que, quando bem desenhada – combinando elementos de curto e longo prazo, além de critérios e indicadores consistentes –, ela pode contribuir para um melhor alinhamento estratégico entre o modelo de remuneração e a geração de valor no longo prazo. (PWC,2013).

O sistema de opções de ações se define pelo direito de comprar ações por um preço fixo dentro de um prazo determinado. A empresa da qual emprega o funcionário, confere ao seu titular o direito, num determinado prazo, de subscrever ações da empresa para o qual trabalha a um determinado preço, segundo critérios estabelecidos no contrato. (REIS, 2017)

De acordo com Perobelli (*et al* 2012) “em termos gerais, a opção por compra de ações é a concessão de um direito de comprar ações (não uma obrigação), por parte das empresas a seus funcionários, em especial a executivos com cargo de diretoria ou superior”, executivo efetivamente exercerá seu direito se no futuro as ações valorizarem. Não obstante, Dias, Cunha e Mário (2009) afirmam que o principal objetivo desse tipo de remuneração é obter a atenção dos colaboradores, as organizações utilizam vários métodos para fidelizar esses profissionais. Cada uma dessas ferramentas têm um tipo de abordagem diferente para tentar satisfazê-los e mantê-los no seu quadro funcional, podendo, assim, usufruir de toda a sua capacidade intelectual por um período de tempo.

A remuneração variável é contingencial, ou seja, depende da verificação de eventos incertos, como, por exemplo, o aumentar do desempenho individual ou organizacional, alcançar de metas e lucratividade da companhia, entre outros (KIMURA, BASO, 2009, p. 36). Trata-se, portanto, de um sistema de contraprestação vinculado ao resultado (denominada, na doutrina estrangeira, de *pay-for-performance*), que inclui tanto os pagamentos em dinheiro quanto em ações (sobretudo por meio da concessão de opções de compra de ações) (BRAUN 2013)

No entanto, ao contrário do que levaria a crer este raciocínio, até o momento não foi demonstrada a existência de uma relação empírica entre a outorga de opções de compra de ações e efetivo aumento de suas receitas e/ou lucratividade após a adoção desse mecanismo de incentivo (MURPHY 2012)

Além do mais, de acordo com Braun (2013) a escolha dos critérios que determinam a atribuição da remuneração variável a um executivo não é uma tarefa simples. É necessário considerar qual é o conjunto de dados mais informativo que representa melhor as características de desempenho em relação àquela particular organização empresarial, um exercício intrincado, que se relaciona com o planejamento estratégico de cada companhia. “Seria simples dizer um executivo merece determinado bônus tendo em vista os lucros do exercício; difícil é determinar se a administração posicionou a companhia de maneira adequada no longo prazo.” (apud EATON, ROSE 1982)

Uma dificuldade para medir a eficiência das opções de compra de ações, com base no desempenho da companhia, diz respeito ao nexo de causalidade entre estes dois fatores. Ao invés destes incentivos possibilitarem um desempenho a hipótese de que as companhias com melhores perspectivas futuras outorguem mais opções de compra, invertendo-se, portanto, os pressupostos de causa e consequência das pesquisas sobre o assunto. (CORE, GUAY, LARCKER, 2003)

2.3. Conflitos de agência

Existe uma preocupação nas empresas que é garantir que as decisões dos gestores maximizem o valor da empresa e das ações, nas grandes corporações, a propriedade pode diluir em um número enorme de acionistas e nessa dispersão quem controla efetivamente a empresa e é a administração (NASSIF, SOUZA, 2013).

Teoria da agência foi desenvolvida por Jensen e Meckling (1976). Ela estabelece um sistema de compensação, quando um ator principal constitui um contrato que motive o agente a agir conforme interesse do principal.

Logo, a estrutura do pacote de remuneração deve ser projetada para atingir os seguintes objetivos: a) atrair e manter gestores competentes; b) alinhar as atitudes dos gestores o mais próximo possível dos interesses dos acionistas, que estão interessados na maximização do preço da ação (BRIGHAM, 2001, P. 40). O principal argumento que está a favor dos planos de opções de ações é o de que possibilitam, aos diretores, incentivos maiores para agir no interesse dos acionistas, fornecendo, assim, ligação direta entre a remuneração e o desempenho das ações. Esta oferta de opções de ações a empregados, ao invés de compensação em dinheiro, permite que as empresas consigam atrair funcionários motivados (KAVESKI *et al*, 2015) estabelecendo uma maior ligação entre os interesses do colaborador participante dos acionistas majoritários e da empresa, fortalecendo o senso de identidade dos colaboradores; aumentando o

comprometimento do funcionário com os objetivos da empresa (WOOD, PICARELLI, 2004, P.123)

Ao possibilitar que um profissional adquira participação societária na companhia na qual este atua, buscam-se duas dimensões distintas de estímulos: aqueles destinados a fazer com que os executivos se dediquem o máximo possível à sua função e aqueles moldados para que estes tomem decisões no interesse da companhia e de seus acionistas, e não em seu próprio interesse (BERCHUK, WALKER, 2003, P 763). A premissa é que, atingido tais objetivos, os problemas de agência serão reduzidos.

Há, porém, uma questão importante que passa despercebida da maioria das análises feitas acerca deste tema, correspondente ao fato de que, não obstante ser concebida como uma ferramenta de alinhamento de interesses, as opções de compra de ações também estão sujeitas aos seus próprios problemas de agência (BRAUN, 2013, p.43).

O alinhamento de interesses dos gestores e dos acionistas postulado pela teoria de agência fundamenta-se na concepção de que os incentivos baseados em opções motivam os executivos a serem menos aversivos ao risco, mas podem resultar em comportamento de procura de risco (MARCON, GODO, 2004). Sanders (2001, P. 478) formulou hipótese de que a propriedade de ações dos executivos e pagamento por meio de ações teriam efeitos opostos na aquisição de empresas. Isso porque a propriedade de ações poderia conduzir ao aumento da aversão ao risco, enquanto o pagamento por ações levaria ao aumento da procura pelo risco, na qual podem surgir conflitos entre os interesses dos acionistas e administradores.

2.4. Tipos de benefícios.

Existem cinco tipos de opções de compra de ações, cada um com características próprias, são eles: Plano de compra de ações, plano de ações restritas, plano de opções fantasmas e o bônus diferido. A forma mais utilizada de ILP ainda são os planos de opções de compra de ações (ESOP ou Stock Options), mas é comum que companhias possuam mais de um modelo de Incentivo de Longo Prazo (PWC 2013)

O Plano de Opções de Compra de Ações (*stock options*) dão aos beneficiários o direito (mas não a obrigação) de adquirir ações da companhia por um preço pré-definido e com um prazo limite. As opções possuem condições de carência (*vesting*) que variam de acordo com regras dos contratos. A condição mais comum de carência é a permanência na companhia por

um período pré-definido, geralmente de 1 a 3 anos. Ao cumprir as condições de carência, o beneficiário pode exercer suas opções pagando à empresa o valor pré-definido de exercício, recebendo o número de ações relacionado. Caso o valor da ação seja menor do que o preço de exercício previsto no contrato, o beneficiário não terá ganho com o ILP. Este é o tipo mais tradicional de ILP, apesar de estar perdendo espaço para Planos de Ações Restritas (*Restricted Shares*) no Brasil. (PRIS,2017; PWC,2013; CPC,2008)

Nos Planos de Ações Restritas (*Restricted Shares*), é outorgado ao beneficiário o direito de receber determinada quantidade de ações no futuro, desde que condições de carência (*vesting*) sejam atingidas. Ao contrário dos planos de *Stock Options*, o beneficiário não precisa “exercer” seu ILP (ele não precisa pagar nada à Companhia no momento do resgate). Ou seja, o beneficiário sempre receberá algo no momento em que as condições de carência forem cumpridas. É comum que estes Planos tenham como pré-requisito de participação algum tipo de contrapartida do beneficiário seguindo o conceito de *matching*. Planos de Ações Restritas, incluindo o conceito de *matching*, são os que mais têm crescido no Brasil, principalmente em função da incerteza jurídica e tributária atual. (PRIS,2017; PWC,2013;CPC,2008)

Os Planos de Opções Fantasma – *SAR (Share Appreciation Rights* ou *Phantom Options*) São Planos muito similares aos planos de *Stock Options* tradicionais, sendo que a diferença está na forma de pagamento ao beneficiário. Enquanto nos planos de *Stock Options* há a efetiva transferência de ações no momento do exercício das opções, no caso dos Planos de Opções Fantasma o resgate é realizado em dinheiro (caixa). Ou seja, a Companhia paga ao beneficiário, por opção fantasma exercida, a diferença entre o valor da ação na data de exercício e o preço de exercício previsto no contrato. Caso a ação tenha valor inferior ao preço de exercício, não há pagamento. Do ponto de vista prático, a principal diferença é que, por ser liquidado em dinheiro, esse tipo de Plano é normalmente considerado uma forma convencional de remuneração do ponto de vista tributário e de encargos trabalhistas. Assim, geralmente acaba sendo mais oneroso do que os planos liquidados em ações (mais especificamente os planos de *Stock Options* e Ações Restritas). (PRIS,2017; PWC,2013; CPC,2008)

Ações Fantasma (*Phantom Shares*) são Planos muito similares aos planos de Ações Restritas tradicionais, sendo que a diferença está na forma de pagamento ao beneficiário. Enquanto nos planos de Ações Restritas há a efetiva transferência de ações no momento do resgate das ações, no caso dos Planos de Ações Fantasma o resgate é realizado em dinheiro (caixa). Ou seja, a Companhia paga ao beneficiário um montante dado pelo valor da ação na data de exercício multiplicado pelo número de Ações Fantasma outorgadas. Assim como os

planos de Opções Fantasma, esse tipo de Plano é normalmente considerado uma forma convencional de remuneração do ponto de vista tributário e de encargos trabalhistas. Assim, geralmente acaba sendo mais oneroso do que os planos liquidados em ações (mais especificamente os planos de *Stock Options* e Ações Restritas). (PRIS,2017; PWC,2013; CPC,2008)

Bônus Diferido (*Staying Bonus*) são planos de ILP liquidados em dinheiro, nos quais os valores a serem pagos aos beneficiários não dependem exclusivamente do desempenho das ações da Companhias. É comum que sejam outorgados bônus diferidos que possuem prazos de carência, mas que o beneficiário recebe um valor financeiro pré-definido ou um valor financeiro corrigido por algum índice (como a inflação, por exemplo). É possível também criar planos de bônus diferidos que dependam parcialmente da valorização das ações da companhia, mas que sejam definidos também por outros fatores, como performance financeira da companhia ou o atingimento de metas individuais e/ou corporativas. (PRIS,2017; PWC,2013; CPC,2008)

2.5 Estudos Correlatos

A revisão da literatura foi baseada nas *Scientific Electronic Library SPELL* e Google Acadêmico, com a utilização das palavras-chave, opções por ações e *stock options*. No Quadro 1 são expostos os artigos alinhados com o tema, que retornaram de tais pesquisas.

Quadro 1 – Estudos Correlatos

Base	Revista/ano	Autores	Objetivos	Resultados
SPELL	Enforque Reflexão Contábil 2019	Batista, Carvalho, Luz e Melo	Buscou avaliar o nível de disclosure das instituições financeiras pós-crise financeira de 2008 dos programas de pagamento a funcionários	Os resultados indicam que o nível de disclosure é influenciado pelo grupo cultural abordado conforme de modelo de Gray (1988)
	Contabilidade, Gestão e Governança 2017	Bortolon, Macedo e Ramalho	Analisar como as oportunidades de crescimento influenciam a relação entre planos de opções de compra de ações e desempenho das empresas.	A hipótese de pesquisa 1, de que empresas utilizam ESOP como forma de maximizar o desempenho, foi refutada. A hipótese 2 de pesquisa, que afirma que o efeito da presença de ESOP é influenciado pelas oportunidades de crescimento, foi aceita.
	Revista Brasileira de Finanças 2012	Lopes, Perobelli e Silveira	Investigar os efeitos dos Planos de Opções de Compra de Ações sobre o valor das empresas listadas na BM&FBOVESPA	Os resultados mostram que há indícios de que o ESOP gera riqueza ao acionista, mas apenas quando este é feito de forma bem estruturada em relação ao preço de exercício.
	Revista de Administração da Unimep 2015	Degenhart, Hein, Kaveski, Scarpin e Vogt	Analisar os fatores que determinam a remuneração baseada em ações dos diretores das empresas listadas na BM&FBovespa.	Os resultados apontam que quanto maior for a eficiência da empresa em gerar lucros a partir de seus ativos e maior for sua receita total, menor será a remuneração baseada em ações dos diretores. Já quanto maior for a valorização da empresa perante o mercado, maior será a remuneração baseada em ações dos diretores.
	Revista de Administração, Contabilidade e Economia 2015	Ferreira, Larini, Rosa e Schafer	Identificar na listagem das 150 melhores empresas para se trabalhar, segundo a Revista Você S/A, o cumprimento do Comitê de Pronunciamentos Contábeis (CPC) 10 (R1)	Os resultados apontam que as empresas estão em concordância com o pronunciamento técnico CPC 10 (R1) no que diz respeito à evidência das informações referentes à opção de ações.
	Revista Eletrônica de Gestão Organizacional 2006	Basso, Kimura, Wakamatsu	Identificar falhas nos atuais programas de stock options e para propor alternativas que aprimorem os mecanismos de remuneração de longo prazo, diminuindo conflitos de agência.	Verificou-se que o modelo de Hull-White tem um comportamento diferenciado em relação aos demais e que o comportamento dos modelos da FASB e de Ammann-Seiz é muito parecido em relação aos parâmetros analisados.
	Revista Contabilidade & Finanças 2005	Marques e Nunes	Apresentar os fundamentos das opções de ações a funcionários e as normas existentes no tratamento contábil dos planos.	Há diferenças entre o que é divulgado para os órgãos reguladores e o mercado de capitais brasileiro, em comparação à divulgação aos órgãos reguladores e ao mercado de capitais internacional.
GOOGLE ACADÊMICO	Congresso Brasileiro de Custos 2018	Bergmann, Costa, Loureiro, Savoia e Sila	Buscou verificar quais são as características das empresas, em termos de indicadores financeiros, estrutura de governança e risco (volatilidade), que podem proporcionar a concessão de opções de ações como forma de remuneração para executivos e membros do conselho.	Os resultados sugerem a influência negativa da alavancagem financeira na probabilidade do uso de opções de compra de ações. Já no plano de Stock Options estar relacionado aos membros do Conselho de Administração, os resultados apontaram que não há indícios da influência das variáveis estudadas na adoção de práticas de remuneração em opções de compra de ações.
	Enfoque: reflexão Contábil 2018	Oliveira e Silva	Identificar os determinantes econômicos que influenciam a utilização de planos de opções por ações (stock options) em companhias brasileiras listadas na Bolsa Valores, Mercadorias e Futuros de São Paulo (BM&FBovespa)	Constatou-se que o uso de opções por ações tende a ser utilizado por companhias de menor porte, com menor concentração acionária e de desempenho financeiro menor.

Fonte: elaborado pelo autor

3. METODOLOGIA

3.1. Caracterização do Estudo

Conforme Gil (1999), “a pesquisa tem um caráter pragmático, é um processo formal e sistemático de desenvolvimento do método científico. O objetivo fundamental da pesquisa é descobrir respostas para problemas mediante o emprego de procedimentos científicos”. Tendo em vista identificar se as empresas que adotaram pagamento por meio de ações tiveram um desempenho superior as que não possuem tais renumerações, para o presente estudo, quanto a sua natureza, a pesquisa é classificada como sendo exploratória, ou seja, “tem como finalidade proporcionar mais informações sobre o assunto que vamos investigar, possibilitando sua definição e seu delineamento...” (PRODANOV e FREITAS, 2013, p. 51-52).

Ademais, do ponto de vista da abordagem do problema, na pesquisa foram coletados dados de forma quantitativa, esclarece Fonseca (2002, p. 20): diferentemente da pesquisa qualitativa, os resultados da pesquisa quantitativa podem ser quantificados. Como as amostras geralmente são grandes e consideradas representativas da população, os resultados são tomados como se constituíssem um retrato real de toda a população alvo da pesquisa.

Por sua vez, quanto aos seus procedimentos técnicos, a pesquisa é documental, e é caracterizada como tal “quando elaborada a partir de material já publicado, constituído principalmente de livros, artigos de periódicos e atualmente com material disponibilizado na Internet” (Silva, 2001).

3.2. População e Amostra

A população do estudo é formada pelas 100 maiores empresas em valor de mercado listadas na B3 no dia dois de maio de 2019, foram identificadas, por meio da análise dos formulários de referência, que 73 empresas continham algum plano e 27 não possuíam conforme descrito nos anexos A e B. Optou-se por considerar na população somente as empresas de capital aberto, devido a indisponibilidade de dados de empresas de capital fechado, dado a não obrigatoriedade da emissão de relatórios contábeis.

Dessa amostra inicial, foram coletados os dados sobre EBITDA e PLA nos anos de 2016, 2017 e 2018 obtidos nos formulários de referência ou nos sites das companhias. Para avaliar o desempenho foram comparados os resultados de 2018 com a média obtida de cada entidade,

também foram analisados a performance em relação à média e mediana das 73 empresas optantes e das 27 da que não fizeram opção em relação com os resultados de 2018 de cada uma.

3.3. Indicadores Econômicos

A concessão da opção compra de ações após um determinado prazo depende da avaliação do trabalho desenvolvido no período e realiza-se o pagamento com base nos resultados alcançados. E foram identificados dois tipos de medidas desempenho usadas como base dos modelos de remuneração variável: indicadores de natureza econômico financeira e indicadores não financeiros, que avaliam outros aspectos estratégicos, como a avaliação de desempenho. Nesse trabalho iremos focar no primeiro grupo.

De acordo com estudo da PWC (2013), “Um sistema de indicadores de desempenho bem alinhado com a estratégia da empresa e que enfatize a melhoria do desempenho empresarial de maneira sustentável é fator crítico de sucesso para que o modelo de remuneração variável produza os benefícios esperados. Nos indicadores de natureza econômica e financeira foi possível notar uma preferência das empresas pelo uso de indicadores vinculados à lucratividade, em especial pelo EBITDA (*Earnings Before Interest, Taxes, Depreciation and Amortization*) e em segundo lugar o lucro líquido.

Entre as vantagens de se usar o EBITDA como indicador para avaliar a gestão e o pagamento da remuneração variável, pode-se destacar que ele: É um indicador simples e rápido de ser calculado. Permite a análise entre empresas comparáveis, especialmente nas operações de fusão e aquisição. É um indicador usado pelas instituições financeiras para definir crédito. PWC 2013

Como segundo indicador foi escolhido o lucro por ação ao invés de somente o lucro líquido. O LPA é um importante ponto de partida utilizado por analistas e investidores para a definição do preço justo de uma empresa (REIS 2018). O fato desse índice “quebrar” o lucro da empresa pelas suas ações em circulação é um fato especialmente importante para a análise de desempenho, pois o número de ações em circulação de uma empresa pode mudar de acordo com plano de remuneração por ações escolhido e o lucro total de uma empresa pode não ser uma medida real de rentabilidade para os investidores pois se ambos crescerem na mesma proporção, apesar do maior lucro, a empresa não estaria efetivamente gerando valor aos acionistas. Cabe-se

Para o estudo, foram colhidos dados de EBITDA e LPA anuais por 3 anos seguidos de cada empresa nos anos de 2016, 2017 e 2018.

Tabela 1: Dados coletados das empresas sem remuneração por opções de compra de ações

			valor de mercado	opção	2018	2017	2016	média	situação	média geral	situação	mediana geral	situação	2018	2017	2016	média	situação	média geral	situação	media na geral	situação
1	PETROBRAS	PETR	381.16B	não	114852,00	76557,00	88693,00	93367,33	aumentou	9551,86	aumentou	1583,20	aumentou	1,98	-0	1,14	0,27	aumentou	2,20	diminuiu	1,32	aumentou
5	BRADESCO	BBDC	184.92B	não	19442,01	40604,4	47255,7	35767,38	diminuiu	9551,86	aumentou	1583,20	aumentou	2,39	2,43	2,55	2,46	diminuiu	2,20	aumentou	1,32	aumentou
7	BRASIL	BBAS	141.81B	não	12988,87	15894,3	20252,1	16378,44	diminuiu	9551,86	aumentou	1583,20	aumentou	4,94	3,82	2,52	3,76	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
9	BTGP BANCO	BPAC	109.48B	não	522,02	1611,36	6981,98	3038,45	diminuiu	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	0,88	0,87	1,16	0,97	diminuiu	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu
10	ITAUSA	ITSA	98.20B	não	390,00	26,00	8229,00	2881,67	diminuiu	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	1,13	0,99	1,11	1,08	aumentou	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu
18	ELETROBRAS	ELET	43.97B	não	19990,00	6744,00	17799,00	14844,33	aumentou	9551,86	aumentou	1583,20	aumentou	9,69	-1,3	2,5	3,63	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
24	SABESP	SBSP	32.88B	não	6540,60	5269,30	4571,60	5460,50	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	aumentou	4,15	3,69	4,31	4,05	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
25	IRB BRASIL RE	IRBR	31.04B	não	77,51	53,44	79,84	70,26	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	3,92	2,97	2,73	3,21	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
31	PETROBRAS BR	BRDT	27.53B	não	2558,00	3067,00	2995,00	2873,33	diminuiu	9551,86	diminuiu	1583,20	aumentou	2,74	0,98	0,27	1,15	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
32	TAESA	TAEF	26.94B	não	11349,99	7616,08	11387,06	10117,71	aumentou	9551,86	aumentou	1583,20	aumentou	1,04	0,63	0,83	0,83	aumentou	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu
41	CEMIG	CMIG	21.53B	não	3781,00	3492,00	2638,00	3303,67	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	aumentou	1,17	0,84	0,32	0,78	aumentou	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu
43	ALUPAR	ALUP	20.19B	não	1294,80	1538,20	1553,80	1462,27	diminuiu	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	0,85	0,8	0,46	0,70	aumentou	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu
45	SID NACIONAL	CSNA	19.68B	não	58486,69	46444,47	40749,40	48560,19	diminuiu	9551,86	aumentou	1583,20	aumentou	0	-0,7	-0,23		aumentou	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu
53	REDE ENERGIA	REDE	14.61B	não	1970,00	1477,30	1302,30	1583,20	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	aumentou	1,94	0,54	0,18	0,89	aumentou	2,20	diminuiu	1,32	aumentou
55	M. DIAS B. RANCO	MDIA	13.90B	não	919,42	966,33	933,12	939,62	diminuiu	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	2,13	2,49	6,94	3,85	diminuiu	2,20	diminuiu	1,32	aumentou
58	CEG	CEGR	12.21B	não	421,67	700,48	630,17	584,11	diminuiu	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	0,66	1,3	1,11	1,02	diminuiu	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu
61	COPEL	CPLE	11.22B	não	3143,23	2872,98	2697,11	2904,44	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	aumentou	5,28	4,09	3,20	4,19	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
62	SANEPAR	SAPR	10.85B	não	1642,02	1383,52	1170,97	1398,84	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	aumentou	1,77	1,36	1,31	1,48	aumentou	2,20	diminuiu	1,32	aumentou
66	BANRISUL	BRSR	9.53B	não	5691,10	5215,00	5192,20	5366,10	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	aumentou	2,56	2,57	1,61	2,25	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
67	BRADESCO AR	BRAP	9.47B	não	1190,49	535,40	-1,60	574,76	diminuiu	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	3,42	6,69	1,81	3,97	diminuiu	2,20	aumentou	1,32	aumentou
70	COPASA	CSMG	8.49B	não	1490,86	1520,70	1396,10	1469,22	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	4,58	4,42	3,56	4,19	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
73	CESP	CESP	7.79B	não	502,66	388,81	907,84	599,77	diminuiu	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	0,89	0,51	0,93	0,78	aumentou	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu
76	ALPARAGUAS	ALPA	7.32B	não	555,20	486,20	595,80	545,73	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	0,70	0,75	0,78	0,74	diminuiu	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu
90	COELBA	CEEB	5.85B	não	1568,06	1076,84	1081,76	1242,22	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	2,44	0,87	1,38	1,56	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
91	NORD BRASIL	BNBR	5.51B	não	1272,43	1188,17	484,37	981,66	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	8,4	7,89	8,48	8,26	aumentou	2,20	aumentou	1,32	aumentou
96	ENERGIS AMT	ENMT	4.92B	não	920,80	515,30	531,40	655,83	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	2,00	0,02	0,73	0,92	aumentou	2,20	diminuiu	1,32	aumentou
98	CELPA	CELP	4.84B	não	1047,94	940,72	798,69	929,12	aumentou	9551,86	diminuiu	1583,20	diminuiu	0,21	0,28	0,16	0,22	diminuiu	2,20	diminuiu	1,32	diminuiu

Fonte: elaborado pelo autor

Tabela 2: Dados coletados pelas empresas com renumeração por opções de compra de ação

			valor de mercado	opção	2018	2017	2016	média	situação	média geral	situação	mediana geral	situação	2018	2017	2016	média	situação	médi a geral	situação	median a geral	situação
2	AMBEV S/A	ABEV	277.42 B	sim	21098,90	20147,60	19483,37	20243,29	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	0,70	0,46	0,79	0,65	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
3	VALE	VALE	263.64 B	sim	55416,00	46377,00	20720,00	40837,67	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	4,95	3,39	2,56	3,63	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
4	ITAUUNI BANCO	ITUB	187.66 B	sim	30510,00	32292,00	38261,00	33687,67	diminuiu	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	3,90	3,68	3,57	3,72	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
6	SANTANDER BR	SANB	166.39 B	sim	17126,48	15704,65	17538,49	16789,87	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	1,69	1,13	0,93	1,25	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
8	GOL	GOLL	123.11 B	sim	1390,17	1014,67	706,35	1037,06	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,15	0,00	0,07	0,04	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
11	KLabin S/A	KLBN	77.06B	sim	4001,65	2545,80	2146,37	2897,94	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	0,04	0,10	0,47	0,20	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
12	TELEF BRASIL	VIVT	69.25B	sim	17818,96	14487,55	14023,67	15443,39	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	5,28	2,73	2,42	3,48	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
13	BBSEGURIDADE	BBSE	55.16B	sim	5601,29	1704,04	-4126,11	1059,74	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	2,33	2,03	2,01	2,12	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
14	JBS	JBSS	53.95B	sim	14849,80	13415,90	11286,90	13184,20	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	0,01	0,19	0,09	0,10	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
15	B3	B3SA	52.36B	sim	34245,36	2658,08	2410,49	13104,64	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	1,01	0,65	0,81	0,82	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	aumentou
16	SUZANO PAPEL	SUZB	45.33B	sim	65689,82	4660,67	2720,61	24357,03	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	0,29	1,65	1,55	1,16	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
17	AZUL	AZUL	43.98B	sim	26435,91	2346,55	1806,40	10196,28	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	0,18	0,42	0,11	0,16	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
19	CARREFOUR BR	CRFB	41.20B	sim	49300,00	78200,00	94400,00	73966,67	diminuiu	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	0,84	0,86	0,66	0,79	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	aumentou
20	SUL AMERICA	SULA	37.01B	sim	814,53	491,38	247,67	517,86	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,77	0,68	0,69	0,71	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
21	FIBRIA	FIBR	36.73B	sim	9255,58	4467,44	3350,19	5691,07	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	5,52	1,96	2,99	3,49	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
22	MAGAZ LUIZA	MGLU	36.62B	sim	1245,24	1030,75	714,56	996,85	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	3,14	2,19	3,98	3,10	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
23	BRASKE M	BRKM	34.65B	sim	11315,42	12334,00	11506,67	11718,70	diminuiu	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	3,65	5,18	0,95	2,63	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
26	CPFL ENERGIA	CPFE	30.44B	sim	5637,31	4863,86	4125,77	4875,64	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	2,01	1,15	0,87	1,34	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
27	LOJAS RENNER	LREN	29.40B	sim	1773,32	1475,83	1339,11	1529,42	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,40	1,05	0,97	1,14	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
28	WEG	WEGE	29.28B	sim	1824,05	1466,29	1406,93	1565,76	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,64	0,71	0,69	0,68	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
29	ENGIE BRASIL	EGIE	27.85B	sim	43680,00	35200,00	31760,00	36880,00	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	2,83	2,46	1,90	2,40	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
30	TIM PART S/A	TIMP	27.77B	sim	6371,84	5947,02	5209,37	5842,74	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	1,05	0,50	0,31	0,62	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
33	BRF SA	BRFS	25.23B	sim	-206,33	762,80	1820,21	792,22	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	2,60	1,37	0,46	-1,48	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
34	PACUCAR-CBD	PCAR	24.91B	sim	2801,00	2191,00	2147,00	2379,67	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	4,61	2,39	1,82	1,73	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou

			valor de mercado	opção	2018	2017	2016	média	situação	média geral	situação	mediana geral	situação	2018	2017	2016	média	situação	médi a geral	situação	median a geral	situação	
35	CCR SA	CCRO	24.64B	sim	4063,67	4620,84	4881,77	4522,09	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	0,38	0,90	0,97	0,75	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
36	LOJAS AMERIC	LAME	23.87B	sim	2791,80	2580,37	2808,31	2726,83	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	0,24	0,15	0,15	0,18	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
37	RUMO S.A.	RAIL	23.57B	sim	3242,00	2757,10	1579,00	2526,03	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	0,17	-	-	-0,15	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
38	RAIADRO GASIL	RADL	22.48B	sim	1195,19	1130,29	987,65	1104,38	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,53	1,55	1,36	1,48	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
39	NATURA	NATU	22.12B	sim	1846,60	1742,00	1343,60	1644,07	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	1,27	1,56	0,69	1,17	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
40	AES TIETE E	TIET	21.54B	sim	1006,80	830,99	805,36	881,05	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,14	0,15	0,18	0,16	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
42	CIELO	CIEL	20.38B	sim	4634,80	5277,90	5535,10	5149,27	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	1,23	1,49	1,47	1,40	diminuiu	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
44	GERDAU	GGBR	19.79B	sim	6657,00	4321,00	4049,00	5009,00	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	1,34	-	-	-0,19	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
46	HYPERA	HYPE	18.18B	sim	1318,70	1232,40	1091,80	1214,30	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,76	1,51	1,83	1,70	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
47	COSAN	CSAN	18.18B	sim	5848,67	4644,45	4074,94	4856,02	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	3,69	0,01	0,69	1,00	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
48	PORTO SEGURO	PSSA	17.16B	sim	1240,15	401,94	119,51	587,20	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	4,05	3,40	2,83	3,43	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
49	INTERME DICA	GNDI	16.81B	sim	884,60	711,00	491,00	695,53	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,64	0,47	0,17	0,43	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
50	B2W DIGITAL	BTOW	16.78B	sim	454,70	383,20	688,20	508,70	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	-	-	-	-1,15	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
51	EQUATOR IAL	EQTL	15.82B	sim	2646,08	1850,51	1613,13	2036,58	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	4,57	4,98	3,55	4,37	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
52	KROTON	KROT	15.06B	sim	2240,80	2450,70	2300,30	2330,60	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	0,84	1,15	1,15	1,05	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	aumentou	
54	EMBRAE R	EMBR	14.22B	sim	1713,90	2291,50	2844,20	2283,20	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	-	0,91	1,16	0,79	0,35	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
56	RENOVA	RNEW	13.18B	sim	-486,42	-739,81	620,22	-202,01	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	-	2,05	-	-2,61	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
57	USIMINA S	USIM	13.02B	sim	2693,07	2185,78	660,38	1846,41	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	0,67	0,18	-	0,60	0,08	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
59	ULTRAPA R	UGPA	11.91B	sim	1899,35	2866,92	3105,71	2623,99	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	1,05	1,40	1,41	1,29	diminuiu	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
60	SMILES	SMLE	11.50B	sim	0,00	0,00	0,00	0,00	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,00	0,00	0,00	0,00	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
63	ENERGIA S BR	ENBR	10.70B	sim	2770,99	2170,30	2182,36	2374,55	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	2,09	1,01	1,23	1,44	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
64	COMGAS	CGAS	10.66B	sim	2185,71	1517,92	1964,73	1889,45	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	10,15	4,92	7,08	7,38	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
65	BR MALLS PAR	BRML	10.56B	sim	901,62	863,93	981,94	915,83	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,20	-	0,99	0,15	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
68	DASA	DASA	8.95B	sim	6054,91	5639,21	5291,64	5661,92	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	0,56	0,41	0,29	0,42	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
69	ODONTOP REV	ODPV	8.64B	sim	4153,48	6093,80	2998,59	4415,29	diminuiu	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	0,53	0,93	0,40	0,62	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu	
71	ESTACIO PART	ESTC	8.47B	sim	9673,93	7377,82	6523,57	7858,44	aumentou	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	2,10	1,37	1,16	1,54	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou	
72	LOCALIZ A	RENT	7.79B	sim	1254,60	969,10	771,20	998,30	aumentou	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,99	0,76	0,62	0,79	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	aumentou	

		valor de mercado	opção	2018	2017	2016	média	situação	média geral	situação	mediana geral	situação	2018	2017	2016	média	situação	média a geral	situação	median a geral	situação
74	CVC BRASIL	CVCB	7.67B	sim	7216,10	5936,52	5126,27	6092,96	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	1,84	1,59	1,30	1,58	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
75	INTER BANCO	BIDI	7.45B	sim	72,05	54,15	50,13	58,78	5956,05	aumentou	1846,41	diminuiu	0,59	0,64	0,34	0,52	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
77	SAO MARTINHO	SMT0	6.97B	sim	1949,99	1445,08	1301,24	1565,44	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	1,47	0,84	0,61	0,97	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
78	DURATEX	DTEX	6.88B	sim	848,55	760,01	680,96	763,17	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,63	0,27	0,03	0,31	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
79	PARANAPANEMA	PMAM	6.87B	sim	108,40	-214,70	82,70	-7,87	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,43	-0,28	1,17	-0,63	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
80	CYRELA REALT	CYRE	6.79B	sim	87,00	84,00	343,00	171,33	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,22	0,25	0,40	-0,02	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
81	TOTVS	TOTS	6.77B	sim	346,14	293,53	351,93	330,53	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,36	0,56	0,93	0,62	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
82	IGUATEMI	IGTA	6.68B	sim	109,64	540,56	521,29	390,50	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,45	1,21	0,91	1,19	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
83	GERDAU MET	GOAU	6.65B	sim	6657,00	4321,00	4049,00	5009,00	5956,05	aumentou	1846,41	aumentou	1,34	0,21	1,70	-0,19	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
84	WHIRLPOOL	WHRL	6.63B	sim	259,62	387,48	304,52	317,21	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,11	0,28	0,20	0,20	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
85	MRV	MRVE	6.57B	sim	988,25	891,60	637,01	838,95	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,55	1,47	1,26	1,43	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
86	GRENDENE	GRND	6.50B	sim	466,26	534,01	522,72	507,66	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,65	0,73	0,70	0,69	diminuiu	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
87	CPFL RENOVA V	CPRE	6.48B	sim	5637,31	4863,86	4125,77	4875,64	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	2,01	1,15	0,87	1,34	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
88	FLEURY	FLRY	6.36B	sim	483,09	618,69	691,64	597,80	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,02	0,99	1,44	1,15	diminuiu	1,01	aumentou	0,79	aumentou
89	SOMOS EDUCA	SEDU	6.19B	sim	570,10	501,90	330,40	467,47	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,04	0,26	0,01	-0,08	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
92	ELETROPULO	ELPL	5.49B	sim	1101,20	1484,80	1183,90	1256,63	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,81	5,25	0,02	-2,36	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
93	COSAN LOG	RLOG	5.21B	sim	3240,80	2753,70	2025,70	2673,40	5956,05	diminuiu	1846,41	aumentou	0,16	0,20	0,70	-0,25	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu
94	CIA HERING	HGTX	5.10B	sim	239,51	263,78	199,42	234,24	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,45	1,60	1,21	1,42	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
95	QUALICORP	QUAL	4.95B	sim	979,64	836,85	709,88	842,12	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	1,39	1,27	1,40	1,35	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
97	ENEVA	ENEV	4.90B	sim	1563,00	1124,60	916,50	1201,37	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	2,82	0,37	0,60	0,86	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
99	MULTIPLAN	MULT	4.76B	sim	939,18	818,05	810,80	856,01	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	2,35	1,87	1,66	1,96	aumentou	1,01	aumentou	0,79	aumentou
##	BK BRASIL	BKBR	4.69B	sim	287,95	210,69	133,86	210,83	5956,05	diminuiu	1846,41	diminuiu	0,57	0,02	0,74	-0,05	aumentou	1,01	diminuiu	0,79	diminuiu

Fonte: Elaborado pelo autor

4) ANÁLISE DOS RESULTADOS

Quanto à divulgação dos Pagamentos Baseados em Ações, observou-se que todas as companhias apresentaram o assunto em seus formulários de referência divulgados no sítio da B3. A situação entre as empresas pesquisadas é a seguinte:

Tabela 3- Amostra das empresas selecionadas na B3

Condição	Quantidade	%
População	100	100%
Possuem algum tipo de plano	73	72%
Não possuem nenhum plano	27	28%
Não possuem nenhum plano e são controladas pelo Estado	12	12%

Fonte: elaborado pelo autor

Pode-se observar que a grande maioria das empresas usa como renumeração variável algum plano de opção por ações, cabendo destacar que nenhuma das empresas controladas por entes estatais possuem tais planos (doze empresas) e que a empresa Alpargatas que foi a única a ter um e posteriormente cancelá-lo.

Ao comparar os dados das empresas com a média de cada uma foram obtidos os seguintes resultados:

Tabela 4 – Comparação de desempenho em relação à média de cada uma

Opção por compra de ações	Sim	Não
Aumentou EBITDA e LPA	64%	52%
Aumentou EBITDA e diminuiu LPA	8%	15%
Diminuiu EBITDA e aumentou LPA	15%	19%
Diminuiu EBITDA e LPA	16%	19%

Fonte: elaborado pelo autor

Nota-se que praticamente não há diferença na comparação entre as empresas que adotaram ESOP com as que não possuem tais renumerações.

A média EBITDA de todas as empresas que adotaram ESOP foi de 5956,05 milhares de reais e as que não fizeram opção foi de 9551,86 milhares de reais, essa diferença pode ser explicada devido Petrobras que não tem ESOP e possui uma EBITDA maior que o dobro da segunda colocada.

A mediana os valores encontrados são bem próximos, sendo 1846,41 milhares de reais para as que fizeram opção e 1583,20 milhares de reais para as que não.

Em relação ao LPA temos de média geral para as companhias que fizeram opção de 1,01 e mediana de 0,79; e média de 2,20 e mediana 1,32 para as que não, pode-se notar que os dois

índices são maiores para as empresas que não adotaram indicando uma melhor performance de maneira geral.

Analisando os números foram obtidos as seguintes tabelas:

Tabela 5 – Comparação de desempenho em relação à média geral de cada grupo

Opção por compra de ações	Sim	Não
Aumentou EBITDA e LPA	7%	11%
Aumentou EBITDA e diminuiu LPA	11%	11%
Diminuiu EBITDA e aumentou LPA	15%	33%
Diminuiu EBITDA e LPA	67%	44%

Fonte: elaborado pelo autor

Novamente não há grandes diferenças entre os grupos das empresas, mas destaca-se que 67% das companhias que adotaram ESOP tiveram uma piora nos dois índices.

Tabela 6 – Comparação de desempenho em relação à mediana geral de cada grupo

Opção por compra de ações	Sim	Não
Aumentou EBITDA e LPA	29%	37%
Aumentou EBITDA e diminuiu LPA	29%	11%
Diminuiu EBITDA e aumentou LPA	15%	26%
Diminuiu EBITDA e LPA	27%	26%

Fonte: elaborado pelo autor

Mais uma vez os resultados são bastante próximos, não indicando alguma vantagem na adoção de pagamento por opções de compra de ação.

5) CONSIDERAÇÕES FINAIS

A presente pesquisa não teve como objetivo questionar a importância da adoção dos incentivos de longo prazo por meio da opção de compra de ações pelas empresas, mas sim comparar se houve uma melhora no desempenho das optantes por essa remuneração com as que não adotaram. Para isso, foram selecionadas as 100 maiores empresas em valor de mercado, conforme a B3 e 73 ofereciam a opção de compra de ações como remuneração variável a seus funcionários. Se em 2000 os programas stock options ou share options eram incipientes no Brasil (MARCON e GORDON 2004) não se pode afirmar isso agora.

Posteriormente analisadas suas demonstrações financeiras, bem como as notas explicativas para identificar a data em que as empresas optaram pelo plano de remuneração por opção de ações e da análise dos resultados obtidos foi que ainda que não se pode concluir que não foi possível identificar uma melhora no desempenho nas empresas que adotaram esse tipo de remuneração quando comparado com as que não adotaram.

Teoricamente, de acordo com Marcon e Gordon, o colaborador que recebe esse benefício obtém o direito de compra de um lote de ações, devendo em contrapartida permanecer na empresa por determinado período, o reflexo provável desse benefício é que o funcionário sente-se estimulado a produzir a fazer que a empresa tenha um desempenho melhor, a fim de que suas ações sejam valorizadas, no entanto como já dito não foi possível identificar tal relação.

Não se questiona que a outorga de opções de compra de ações constitui um diferencial nos pacotes de remuneração dos executivos, uma vez que, pela potencialidade de ganho daquele que detém, contribui para atrair profissionais qualificados e mantê-los já que nos planos geralmente existe um período de carência da qual o funcionário perde o direito da compra em caso de desligamento, no entanto, conforme Brau, a concessão de incentivos é inútil caso não exista um sistema eficiente de fluxo de informações entre acionistas, conselheiros e diretores, em razão do qual seja possível controlar a atuação dos executivos de forma satisfatória e remunerá-los na exata medida de sua contribuição à companhia.

Ressalta-se, ainda, que outros critérios contábeis e financeiros considerados importantes podem ser adicionados na análise do desempenho das empresas que fizeram a opção do pagamento por meio de ações, já que o presente estudo se limitou às variáveis estabelecidas EBITDA e LPA.

REFERÊNCIAS:

ARAGÃO, Paulo Cezar; SOARES, Daniela. **Opções de Compra de Ações: Uma Análise da Evolução do Instituto no Brasil**. In: CASTRO, Rodrigo R. Monteiro de; AZEVEDO, Luis André N. de Moura (org.), Poder de Controle e Outros Temas de Direito Societário e Mercado de Capitais. São Paulo: Editora Quartier Latin, 2010, p. 158.

BRASIL. Lei n. 6.404, de 15 de dezembro de 1976. **Sociedade por Ações**. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 15 dez. 1976. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/L6404compilada.htm>. Acesso em: 11 jun. 2019.

BRASIL. Lei n. 4.725, de 14 de julho de 1965. **Mercado de Capitais**. Diário Oficial da União, Brasília, DF, 14 jul. 1965. Disponível em <http://www.planalto.gov.br/ccivil_03/leis/4725compilada.htm>. Acesso em: 18 jul. 2013.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M.; WALKER, David. **Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation**. The University of Chicago Law Review, p. 763. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=316590>. Acesso em: 11 jun. 2019.

BRAUN, Lucas, Incentivos aos administradores: a opção de compra de ações, USP, 2013. Disponível em: < <http://www.teses.usp.br/teses/disponiveis/2/2132/tde-10012014-155751/pt-br.php> >. Acesso em 11 jun. 2019.

BRIGHAM, E. F.; GAPENSKI, L. C.; **Administração financeira; teoria e pratica**. São Paulo; Atlas, 2001

BROCKMAN, P.; MARTIN, X.; PUCKETT, A. **Voluntary disclosures and the exercise of CEO stock options**. Journal of Corporate Finance, v. 16, n. 1, p. 120-136, 2010.

BEBCHUK, Lucian A.; FRIED, Jesse M.; WALKER, David. **Managerial Power and Rent Extraction in the Design of Executive Compensation**. The University of Chicago Law Review, p. 763. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=316590>. Acesso em: 11 jun. 2019.

CORE, John E.; GUAY, Wayne R; LARCKER, David F. **Executive Equity Compensation and Incentives: A Survey**. FRBNY Economic Policy Review, abr. 2003, p. 34-35. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=276425>. Acesso em: 11 jun. 2019

COMITÊ DE PRONUNCIAMENTOS CONTÁBEIS. Pronunciamento Técnico CPC 10 - **Pagamento Baseado em Ações, Correlação às Normas Internacionais de Contabilidade – IFRS 2**, 2008. Disponível em: <<http://www.cpc.gov.br>>. Acesso em: 11 de jun 2019.

DIAS, W. O.; CUNHA, J. V. A. da; MÁRIO, P. do C. **Plano de incentivo em opção de ações e a harmonização contábil: estudo do nível de disclosure das empresas brasileiras após o CPC 10**. Pensar Contábil, Rio de Janeiro, v. 11, n. 46, p. 29-38, out./dez. 2009.

EATON, Jonathan; ROSEN, Harvey S. **Agency, Delayed Compensation and the Structure of Executive Remuneration**. Working Paper, n. 777 National Bureau of Economic Research, 1982, p. 1. Disponível em: <<http://www.nber.org/papers/w777>>. Acesso em: 11 jun 2019

ELOI, Daniel. **Pesquisa 2017 Gestão de Incentivos de Longo Prazo no Brasil**. Disponível em < <https://www.linkedin.com/pulse/pesquisa-2017-gest%C3%A3o-de-incentivos-longo-prazo-brasil-daniel-eloi>>. Acesso em: 11 de jun. 2019

FONSECA, J. J. S. **Metodologia da Pesquisa Científica**. Fortaleza: UEC, 2002.

GALDI, F. C.; CARVALHO, L. N. **Remuneração em opções de ações: o SFAS 123 revisado**. Revista Contabilidade e Finanças, edição comemorativa, São Paulo, p. 23-35, set. 2006.

GIL, A. C. **Como elaborar projetos de pesquisa**. 4 ed. São Paulo: Atlas, 2009.

JENSEN, M. C.; MECKLING, William H. **Theory of the firm: managerial behavior, agency costs and ownership structure**. Journal of Financial Economics. V. 3, nº 4, 1976. Disponível em : < <https://www.sciencedirect.com/science/article/pii/0304405X7690026X>> acesso em: 11 de jun. 2019

KRAUTER, E. A **Remuneração de executivos baseada em opções de ações indexadas ao IBOVESPA e a criação de valor para o acionista**. In: SEMEAD, São Paulo, 2006. Anais Eletrônicos... São Paulo, 2006. Disponível em: <http://www.ead.fea.usp.br/semead/9semead/resultado_semead/an_resumo.asp?cod_trabalho=122>. Acesso em: 11 jun. 2019.

KIMURA, Hebert; BASSO, Leonardo Fernando Cruz; PERERA, Luiz Carlos Jacob. **Stock Options e Criação de Valor para o Acionista**. Ribeirão Preto: Inside Books, 2009, p. 36.

KIMURA, H.; BASSO, L. F. C.; WAKAMATSU, A. Avaliação comparativa dos modelos de precificação de Employee Stock Options. **GESTÃO.Org - Revista Eletrônica de Gestão Organizacional**, v. 4, n. 1, p. 34-51, 2006.

LOPES, B. S.; PEROBELLI, F. F. C.; SILVEIRA, A. M. Planos de Opções de Compra de Ações e o Valor das Companhias Brasileiras. **Revista Brasileira de Finanças**, v. 10, n. 1, art. 151, p. 105-147, 2012.

MARCON, Rosilene; GODO, Christiane K.. **Desempenho financeiro das empresas e remuneração por stock options: um estudo multisetorial**. Revista de Administração Faces Journal, v.3, n.1, 59-76, 2004.

MURPHY, Kevin. **Executive Compensation**. abr. 2012, p. 54. Disponível em: <http://papers.ssrn.com/sol3/papers.cfm?abstract_id=163914>. Acesso em: 11 de jun 2019

NASSIFF, E.; SOUZA, Crisomar L de; **Conflitos de Agência e Governança Corporativa; CAD**. Vol. 7, n.1. Jan -Dez. 2013. Disponível em <<https://revistas.pucsp.br/caadm/article/viewFile/9496/19670>> . acesso em 11/06/2019

NUNES, A. A., MARQUES, J. A. V. da C. **Planos de incentivos baseados em opções de ações: uma exposição das distinções encontradas entre as demonstrações contábeis enviadas à CVM e à SEC**. Revista Contabilidade e Finanças, São Paulo, n. 38, p. 57-73, maio/ago. 2005

PRODANOV, C. C.; FREITAS, E. C. D. **Metodologia do trabalho científico: Métodos e Técnicas da Pesquisa e do Trabalho Acadêmico**. 2ª. ed. Novo Hamburgo: Universidade Freevale, 2013.

PWC, **Renumeração Executiva e Geração e Valor: Práticas de remuneração e desempenho em empresas de capital aberto no Brasil**: 2013; disponível em <<https://www.pwc.com.br/pt/publicacoes/servicos/assets/consultoria-negocios/pesquisa-rem-executiva-2015.pdf>> Acesso em: 11 de jun. 2019.

PRIS, **Gestão de Incentivos de Longo Prazo**, 2017, disponível em: <<https://pris.com.br/pesquisa-ilp-2017.php>> Acesso em 11 de jun. 2019

SANDERS, G.; **Behavioral responses of CEOs to stock ownership and stock option pay**. Academy of Management Journal, v. 44, n. 4, p. 447-492, 2001.

SILVA, E.L.; MENEZES, E.M. **Metodologia da Pesquisa e Elaboração de dissertação**. Florianópolis: UFSC, 2001.

SILVA, A.; IUDÍCIBUS, S.; ARAUJO, A.H.; MARION, J.C. **Opções de Ações para Funcionários**. 1ªed., São Paulo, Atlas, 2007, 113p.

REIS, Tiago; **Conheça o conceito fundamental dos planos de opções de compra de ações; disponível em** <Suno Research em <https://www.sunoresearch.com.br/artigos/plano-opcoes-compra-acoas/>> Acesso em: 11 de jun 2019

EISENHARDT, Kathleen M. **Agency Theory: An Assessment and Review**. The Academy of Management Review, v. 14, n. 1, p. 64-65, jan. 1989. Disponível em: <www.jstor.org/stable/258191>. Acesso em: 11 de jun. 2019

WOOD JÚNIOR, T.; PICARELLI FILHO, V. **Remuneração estratégica: a nova vantagem competitiva**. 3. ed. São Paulo: Atlas, 2004.